

# Más allá del *Pari Passu*\*

Susana Nudelsman\*\*

## Resumen:

Las crisis de deuda soberana son un aspecto crítico de los países en desarrollo. En el pasado, las reestructuraciones de deuda se llevaban a cabo más rápidamente que en tiempos recientes. Un cierto grupo de acreedores, los así llamados “fondos buitres”, tienen grandes incentivos por no participar en las renegociaciones a la espera de un repago total. Dadas las limitaciones del enfoque contractual en superar los problemas de acción colectiva, ha crecido el interés por el enfoque estatutario. Las vicisitudes en torno a la deuda argentina constituyen una oportunidad para reconsiderar el tema en cuestión. Sin duda, los países en desarrollo tienen las posibilidades de mejorar su desempeño económico; sin embargo, también es necesario mejorar el funcionamiento de los mercados de deuda soberana.

## Abstract:

Sovereign debt crises are a critical aspect of developing countries. In the past, debt restructurings were undertaken more quickly than in recent times. A certain group of creditors, the so known “vulture funds”, have great incentives not to participate in the renegotiations in hope of full repayment. Given the limitations of the contractual approach to overcome collective action problems, there has been growing interest in the statutory approach. The vicissitudes around the Argentina debt are an opportunity to reconsider the issue. Undoubtedly, developing countries have the potential to improve their economic performance; however, it is also necessary to improve the functioning of the sovereign debt markets.

## Palabras clave:

economía política internacional – relaciones internacionales – Argentina – Estados Unidos – fondos buitres

## Keywords:

International Political Economy – International Relations – Argentina – United States-Vulture Funds

\* Fecha de recepción: 11 de mayo de 2015. Fecha de aprobación: 29 de octubre de 2015.

\*\* Doctora en Economía por la Universidad de Buenos Aires, con estudios de Economía Internacional en el Graduate Institute, Geneva. Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires. Antecedentes docentes en cursos de grado y doctorado de la misma institución. Ex becaria del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas de la Argentina, de la Comisión Fulbright y de la Agencia Suiza de Cooperación y Desarrollo.

## Introducción

Las fuerzas de la globalización han dado lugar a una colosal expansión del sistema financiero internacional en las últimas décadas. Aunque ello ha constituido un fuerte estímulo para el crecimiento de los países en desarrollo, también contribuyó a la generación de severas crisis financieras. Por cierto, las crisis financieras en México, Brasil y el Este de Asia en el curso de los noventa, en Argentina en 2001 y, más recientemente, en Grecia, dan evidencia acerca del alcance y significado de estos fenómenos. Estos países han defaultado, se vieron forzados a reprogramar sus deudas domésticas y/o externas o disminuyeron el valor real de sus obligaciones por la vía de la devaluación.

Las reestructuraciones de deuda soberana son un tópico relevante en la agenda de política económica de los países en desarrollo. El cambio significativo en los mercados de capital desde los 90 ha llevado a revisitar el abordaje de la resolución de las crisis de deuda soberanas. En el pasado la mayoría se resolvió exitosamente; sin embargo, esta experiencia puede no tener lugar en un futuro. Mientras que los “holdouts” son acreedores que rechazan la participación en las ofertas de conversión de deuda, los “fondos buitres” inician acciones judiciales a la espera del repago total. La multiplicidad de estos actores puede malograr las reestructuraciones de deuda que de otra manera se llevarían a cabo de manera ordenada. Tal es el caso de la disputa entre NML Capital Ltd. versus Argentina.

Uno de los retos mayores de la era global en curso consiste en lograr un resultado global superior al observado actualmente. Ello requiere un compromiso fuerte en términos de cooperación internacional. En el contexto de este marco conceptual, el objetivo de nuestro artículo consiste en analizar los principales problemas de la operatoria actual del universo de los mercados de deuda soberana, en particular en lo que concierne a los países en desarrollo a la luz de la experiencia argentina.

## Reestructuración de deudas soberanas: pasado y presente

El mundo global actual, caracterizado por una alta movilidad del capital, provee vastas oportunidades para los países en desarrollo. Sin embargo, las crisis de deuda experimentadas por estos en las últimas décadas ponen de manifiesto los grandes desafíos a los que se enfrentan. En este contexto, la reestructuración de las deudas soberanas presenta serias disfuncionalidades.

El análisis del tema en cuestión requiere tener en cuenta la evolución de los mercados internacionales de capital, particularmente desde los noventa. Estos mercados han jugado un rol crucial en el endeudamiento de los países de ingreso medio causando ciclos de expansión y retracción, potenciando la vulnerabilidad de las economías de dichos países a crisis de deuda. A diferencia de las tradicionales crisis de balanza de pagos del pasado, las crisis recientes son de tipo “crédito soberano”. Las crisis de los países en cuestión parecen haber sido causadas por la percepción en baja de la posibilidad y/o voluntad de los gobiernos deudores de honrar su deuda. Algunos países disminieron la situación encarando grandes reformas y otros experimentando crisis de deuda (Marx, Echagüe y Sandleris, 2006: 64-69).

En los ochenta, en los tiempos en que las deudas soberanas estaban mantenidas principalmente en los Bancos, las reestructuraciones de deuda soberana eran efectivizadas de una manera relativamente sencilla. En los noventa, la atomicidad de los inversores asociada a instrumentos de deuda emitidos bajo diferentes legislaciones y en diferentes monedas tornó complejos tales procesos de reestructuración.

En los ochenta, los países en desarrollo se financiaban con préstamos de Bancos comerciales extranjeros y la resolución de una crisis de deuda permitía negociar con los acreedores más directamente ya que estos conformaban un grupo homogéneo y su número era menor al registrado posteriormente; en los noventa, la financiación se originaba preponderantemente en la emisión directa de bonos mientras que la resolución requería negociar con un gran número de tenedores de bonos diseminados por todo el mundo.

Ello no implica que las negociaciones de los ochenta no hayan tenido que zanzar escollos. A partir de la declaración del default por parte de México en 1982, los Bancos de los países avanzados adoptaron una actitud más inflexible que con anterioridad a esa fecha con los países deudores. Estos han debido interactuar con los Bancos de los países ricos, los que se organizaban disciplinadamente y, en ciertas ocasiones, estaban fuertemente influenciados por las instituciones multilaterales de crédito (Roodman, 2006: 16). Tras la crisis de la deuda, el Plan Brady creó un mercado líquido en los títulos de deuda de los países en desarrollo. En principio, se percibía que la titularización de los instrumentos financieros incrementaría la liquidez y distribuiría mejor el riesgo. Sin embargo, el mayor número y la mayor heterogeneidad de los acreedores también crearon un mayor riesgo de que algunos acreedores rechazaran la participación en las reestructuraciones dificultando la resolución de las crisis de deudas soberanas (Eichengreen, 2003: 8-9).

La crisis de la deuda de América Latina en los años ochenta, las crisis post-Brady comenzando por la de México en 1995 y, en particular, el default ruso dan cuenta de la complejidad de la resolución de crisis de deuda soberana en los países en desarrollo. A comienzos de los años 2000, los debates en el seno del Fondo Monetario Internacional (FMI) culminaron con la propuesta conocida como “Sovereign Debt Restructuring Mechanism”, Marco para la Reestructuración de la Deuda Soberana, enfatizando la importancia de diseñar nuevas reglas a fin de facilitar la resolución de conflictos entre deudores y acreedores. Sin apoyo por parte de los países miembros, dicha propuesta no prosperó.

Aunque la reestructuración de las deudas soberanas se ha materializado con diferente grado de éxito en las diversas experiencias recientes, la estrategia de los “fondos buitres” ha complicado el panorama de futuras resoluciones. Estos inversores tienen fuertes incentivos por no participar en las reestructuraciones comprando deudas de gobiernos en o cerca del default a precios muy bajos para luego recurrir a la vía judicial a la espera de obtener el valor total de los bonos más los intereses devengados. La incorporación de cláusulas de acción colectiva (CACs) en los contratos de deuda, permitiendo a una mayoría de tenedores de deuda acordar la reestructuración de una deuda y vinculando legalmente a todos los tenedores de bonos, incluyendo a aquellos que votan en contra, constituye actualmente una práctica usual. Dada la incapacidad de estas cláusulas en el contexto del esquema contractual de contrarrestar las dificultades originadas por los “fondos buitres”, las propuestas para establecer alguna suerte de régimen internacional de bancarrotas soberanas en el contexto del esquema estatutario han crecido en los últimos años.

## **Enfoques contractual y estatutario**

Las reestructuraciones de deuda son un aspecto importante del funcionamiento de la economía capitalista. La diferencia fundamental entre las deudas empresarias y las deudas soberanas se refiere a su cumplimiento. En el siglo diecinueve, los gobiernos de los países acreedores recurrían a las amenazas militares directas para hacer cumplir los contratos. Sin embargo, esta concepción no se aplica actualmente.

Las deudas soberanas, a diferencia de las deudas empresarias, son preponderantemente inejecutables; ello se debe a la inmunidad soberana que

protege a los activos públicos. Aun cuando resulta relativamente fácil a los acreedores ganar un juicio contra un gobierno, resulta más difícil encontrar activos para complacer tal decisión. Generalmente, los activos de un Estado no son de naturaleza comercial y, por lo tanto, son inembargables bajo las leyes de muchas jurisdicciones, incluyendo la de Estados Unidos; los activos de un Estado en el exterior también lo son aun si estos son usados para fines comerciales. Además, las actividades financieras de un Estado son efectuadas a menudo a través del Banco Central, cuyas cuentas también son generalmente inmunes a los embargos (FMI, 2013: 31).

Asimismo, cabe tener en cuenta los conceptos de “actos de imperio” y “actos de gestión”, que equivalen a las categorías de actos públicos y actos privados respectivamente. Según el derecho internacional, los Estados soberanos no deberían estar sujetos al control de un poder judicial extranjero. En la medida que los gobiernos fueron incursionando en el ámbito comercial, la doctrina de la inmunidad absoluta fue considerada una prerrogativa injusta para los comerciantes operando bajo la protección del control o propiedad estatal. En la nueva doctrina de inmunidad restrictiva, los tribunales extendieron inmunidad a los actos de imperio aunque no así a los actos de gestión.

Desde otra perspectiva, las reestructuraciones empresarias y las de las deudas soberanas presentan analogías. La posibilidad de la quiebra garantiza la responsabilidad limitada de las empresas en tanto que los defaults soberanos también imponen límites a los pasivos de un país. En un muy mal escenario, el pago de la deuda soberana podría generar complicaciones costosas para el funcionamiento de una sociedad. La posibilidad de default impone un límite a los costos de los gobiernos con problemas. Además, en las bancarrotas empresarias los activos de una empresa siguen siendo valiosos y el no utilizar los equipos sería una pérdida de recursos. De modo similar, el hecho de que los países no puedan pagar su deuda no implica que no existan proyectos rentables que podrían ocupar a la fuerza de trabajo y cuya ejecución podría requerir crédito externo.<sup>1</sup>

Un aspecto ampliamente analizado en la literatura se refiere a la incapacidad del esquema contractual vigente para la reestructuración de deudas soberanas en contrarrestar los problemas de acción colectiva. El debate ganó espacio tras el fallo adverso de las Cortes de Nueva York en relación

---

1 En Guzmán Martín, 2014, “In the quest of a Framework for Sovereign Debt Restructuring”, disponible en: [http://policydialogue.org/files/events/Background\\_Paper\\_Martin\\_Guzman.pdf](http://policydialogue.org/files/events/Background_Paper_Martin_Guzman.pdf), 28 de noviembre de 2014.

al caso argentino. Existe amplio apoyo al diseño de CACs que incluyen una agregación mayor a fin de superar las limitaciones de los CACs tradicionales. Por cierto, mientras que las CACs tradicionales operan sobre una base de serie por serie, la iniciativa de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA por sus siglas en inglés) propone CACs incluyendo un procedimiento de votación que permitiría la reestructuración de los bonos sobre la base de un solo voto de todos los instrumentos afectados. Una opción alternativa flexible de CACs también permitiría un procedimiento de votación alternativo que daría lugar a una reestructuración sobre la base de un acuerdo de los acreedores y el gobierno en default diferenciando entre acreedores. Los acreedores y Estados soberanos reconocen que la instrumentación de las nuevas cláusulas es de mutuo interés.

A pesar de los beneficios de las CACs ampliadas en el contexto del enfoque contractual, Krueger (2002: 33-40) enfatiza la conveniencia de implementar el Mecanismo para la Reestructuración de Deudas Soberanas sobre la base del enfoque estatutario. Entre otros atributos, este esquema permitiría que un tratado internacional asegure la uniformidad del texto y la interpretación al tiempo que facilite el establecimiento de una única entidad judicial que tendría exclusiva jurisdicción sobre todas las disputas que surgieran entre el deudor y los acreedores domésticos e internacionales. Además, esta entidad tendría responsabilidad para la administración de un proceso unificado de votación, incluyendo la verificación de todas las demandas de los acreedores. En particular, este atributo evitaría la fragmentación del proceso de resolución de disputas y verificación de demandas sujetas a la jurisdicción de Cortes diferentes, lo que depende, entre otros factores, de la ley vigente para el instrumento. Inicialmente, la autora consideró que el establecimiento del esquema estatutario se efectivizaría enmendando los artículos del FMI, aunque posteriormente explicó que ello no implicaría extender significativamente la autoridad legal de la institución.

En la misma línea, Stiglitz<sup>2</sup> puntualiza que, en un contexto de mercados imperfectos e información incompleta, las soluciones de mercado carecen de la eficiencia y la justicia que las resoluciones de crisis de deuda requieren. Los “credit default swaps”, seguros contra defaults, no pueden solucionar las

---

2 En “Debt Restructuring: Gaps in Legal and Institutional Structures”, 2014, disponible en: <https://www.google.com.ar/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=> consultado el 20 de diciembre de 2014.

fallas de mercado al tiempo que la falta de transparencia de los contratos incrementan la fragilidad financiera. Preferentemente, la solución consiste en crear un mecanismo internacional que modifique los incentivos actuales a la postergación de las reformas, no imponga costos excesivos a la reestructuración y facilite la negociación entre deudores y acreedores. Este mecanismo de reestructuración de deudas sugiere el establecimiento de una “Corte internacional de quiebras”, una suerte de tercera parte capaz de realizar evaluaciones independientes sobre la sostenibilidad de la deuda y arbitrar soluciones que reconozcan tanto los reclamos de los bonistas y los gobiernos como de otras partes involucradas, incluyendo jubilados y trabajadores en el país deudor.

Por su parte, la labor de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD por sus siglas en inglés) liderada por Li<sup>3</sup> enfatiza la necesidad de identificar complementariedades entre los enfoques contractual y estatutario en el mecanismo de reestructuración de deudas soberanas. La dicotomía entre ambas visiones como mutuamente excluyentes no explica la verdadera naturaleza de la temática en cuestión. La visión contractual o de mercado intenta llevar a cabo la reestructuración de las deudas mejorando los contratos de deuda en tanto que la visión estatutaria es considerada como un proceso obligatorio jurídicamente vinculante con o sin una configuración legal supranacional. Los contratos están siempre presentes, de modo que cuando se introducen mejoras en el diseño de los mismos, el servicio de la deuda puede cumplirse de mejor manera, lo que disminuye la probabilidad de necesitar una reestructuración de la deuda. Sin embargo, aun con mejoras, el enfoque contractual tiene grandes limitaciones. Estas se refieren a la incapacidad de las mejoras contractuales de encarar problemas sistémicos como la postergación, la fragmentación del foro legal, la falta de una comprensión cabal de estos procesos, el problema del financiamiento interno, la larga fase en el período de mejoras contractuales y otras cláusulas estándares en los contratos de deuda que pudieran causar problemas en el futuro. El marco legal debería encarar estas limitaciones del enfoque contractual y contribuir a elevar la predictibilidad y consistencia de la reestructuración de deudas soberanas.

---

3 En “Ad Hoc Committee on a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes”, 2015, disponible en: [http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/02/Pres\\_150204\\_adhoc-1WS-on-debt\\_EN.pdf](http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/02/Pres_150204_adhoc-1WS-on-debt_EN.pdf), consultado el 10 de febrero de 2015.

Aunque existe consenso por parte de la comunidad internacional acerca de la superioridad conceptual del enfoque estatutario, no lo hay para la implementación del mismo. En este sentido, surgen interrogantes en relación al acceso a los posibles efectos sobre los derechos de los acreedores y al acceso al crédito, a la real independencia del mecanismo de reestructuración de deudas soberanas respecto a las presiones políticas y a las restricciones geopolíticas, a los costos encubiertos en la creación de tal mecanismo y al adecuado apoyo del derecho comparado y del derecho internacional para un enfoque estatutario.

### **NML Capital Ltd. versus Argentina**

Los acontecimientos en torno a la resolución de la deuda argentina han reavivado el interés por la temática de la reestructuración de las deudas soberanas. Tras el default de los pagos por la deuda externa declarado por Argentina en 2001, el país llevó a cabo dos conversiones de deuda —en 2005 y 2010— reestructurando aproximadamente el 93% de su deuda externa bajo nuevos términos. Los acreedores que retuvieron el restante porcentaje de bonos defaulteados no participaron en dichas conversiones. En 2011, un subgrupo de los acreedores “holdouts”, liderados por NML Capital Ltd., una firma del grupo Elliott Associates, inició una demanda contra Argentina en la Corte del Distrito Sur de Nueva York demandando el pago total de la deuda más los intereses.<sup>4</sup>

Este caso acarrió una serie de sentencias en las Cortes de Nueva York. En 2012, el juez Griesa de dicha Corte falló a favor de los litigantes sosteniendo que Argentina había violado la cláusula PP en sus bonos defaulteados. Ello significó que el país no había cumplimentado los pagos adeudados a NML Capital Ltd. cuando había efectuado los pagos a los tenedores de bonos reestructurados en los canjes de 2005 y 2010.

A fin de reparar la situación, el juez Griesa emitió una “injunction”, orden, según la cual, Argentina debía realizar un “ratable payment”, pago a prorrata,

---

4 En Ministerio de Economía, 2015, “Historia de la Deuda Argentina”, disponible en: <http://www.mecon.gov.ar/DESENDEUDAR/es/doc/hitos05-09-2014.pptx>, consultado el 15 de diciembre de 2014.



a los demandantes al mismo tiempo o con anterioridad a los pagos correspondientes a los bonos reestructurados. Argentina apeló ante la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito, suspendiéndose los efectos de la sentencia. Además de confirmar la decisión sobre la existencia de una violación de la cláusula PP, dicha Corte reenvió la causa al juez para que aclare la fórmula de pago y la manera en que afectaría a terceros. Este mantuvo el criterio del pago a prorrata, detalló la lista de terceras partes involucradas en los pagos y levantó la suspensión, luego restaurada por la Corte de Apelaciones.

En 2013, se le requirió a Argentina enviar una propuesta de pagos a NML Capital Ltd. El plan presentado por el país esencialmente equivalió a poner a los litigantes en iguales condiciones a las de los acreedores reestructurados. Tanto los litigantes como la Corte de Apelaciones rechazaron la propuesta. Argentina solicitó a la Corte Suprema que tomara el caso a través de un “writ of certiorari”<sup>5</sup>, argumentando violación a la inmunidad de ejecución del Estado argentino al tiempo que una decisión adversa ejercería graves efectos sistémicos para Argentina, en particular, y para el futuro de las reestructuraciones de deuda, en general.

El “writ of certiorari” fue denegado en junio de 2014, lo que implicó que se mantiene firme la decisión de la Corte del Distrito Sur de Nueva York. La designación posterior de un “Special Master”, una suerte de asesor especial para asistir a las partes en conflicto, poco contribuyó a alcanzar una solución definitiva.

La posición argentina fue apoyada por gobiernos extranjeros y por prestigiosos economistas. En un *Amicus Curiae*<sup>6</sup>, el gobierno de Estados Unidos argumentó que la orden del juez Griesa contraviene la ley de Inmunidad Soberana Extranjera de dicho país en tanto que la interpretación de la cláusula PP por parte de las Cortes de Nueva York es incorrecta como cuestión de derecho y adversa a los intereses de Estados Unidos, los que han promo-

---

5 Un writ of certiorari es un escrito según el cual una corte de apelaciones decide rever un caso en condiciones de discrecionalidad. Un writ de certiorari ordena a una corte de menor instancia emitir su informe judicial de modo que una corte de mayor instancia pueda reverlo.

6 En latín significa “amigo de la corte”, una parte o una organización interesada en un tema que presenta un escrito o participa en la discusión en un caso en el que esa parte u organización no es uno de los litigantes. En “Brief for the United States of America as Amicus Curiae in Support of the Republic of Argentina’s Petition for Panel Rehearing and Rehearing en Banc”, 2012, disponible en: <http://www.mecon.gov.ar/DESENDEUDAR/en/doc/supports-ac-USA-122812.pdf>, consultado el 10 de diciembre de 2014.

vido durante mucho tiempo los esfuerzos de una reestructuración ordenada de deudas soberanas en el contexto de una certeza contractual. A su vez, la interpretación del pago a prorrata altera la resolución ordenada de crisis de deudas soberanas y las relaciones financieras entre los países deudores y las instituciones financieras internacionales.

El gobierno de México, también en su *Amicus Curiae*<sup>7</sup>, manifestó que el ejercicio de la autoridad obligando al repago según el criterio de las Cortes de Nueva York es inequitativo, particularmente porque provee una prima económica significativa a los acreedores que rechazaron participar en la reestructuración monetaria de la deuda Argentina a expensas del 93% de tenedores de deuda que aceptaron la conversión. Los fallos de dichas Cortes perturban doctrinas establecidas de inmunidad soberana y constituyen un riesgo de desestabilización del sistema monetario internacional mediante la creación de incentivos que ponen en peligro el futuro de la deuda soberana reestructurada. México sostiene, por lo tanto, que la decisión de las Cortes debe ser sometida a revisión.

Según Roubini<sup>8</sup>, la saga de la actual contienda legal de Argentina con los acreedores inflexibles demuestra que probablemente el sistema internacional para la reestructuración ordenada de la deuda soberana haya dejado de funcionar. En circunstancias en que el peso de la deuda para una persona, una empresa o un gobierno se torna excesivo, los sistemas legales deben proporcionar maneras ordenadas para reducirlo a niveles más sostenibles. Si la reestructuración y la reducción de las deudas cuando la mala suerte lleva a situaciones insostenibles resultan demasiado arduas, las consecuencias son malas tanto para el deudor como para sus acreedores. La conducta de los “fondos buitres” es particularmente compleja en el contexto del enfoque contractual. En efecto, mientras que un tribunal de quiebras puede obligar a los acreedores inflexibles siempre que una mayoría significativa haya aceptado, el enfoque basado en el mercado permite que algunos acreedores mantengan su posición negativa y luego presenten una demanda para cobrar la totalidad de la deuda.

7 En “Brief for the United Mexican States as Amicus Curiae in support of the Republic of Argentina’s petition for writs of certiorari”, 2014, disponible en: <http://www.mecon.gov.ar/DESENDEUDAR/en/doc/supports-ac-mexico.pdf>, consultado el 10 de diciembre de 2014.

8 En “Los gauchos extorsionados”, 2014, disponible en : <http://www.project-syndicate.org/commentary/nouriel-roubini-criticizes-recent-us-court-rulings-that-impede-orderly-restructuring-of-sovereign-debt/spanish>, consultado el 2 de abril de 2015.

En opinión de Rogoff<sup>9</sup>, los recientes eventos de la deuda argentina plantean cuestiones inquietantes para los responsables políticos. El régimen de deudas soberanas internacionales ha provocado un cambio significativo favoreciendo a los acreedores de la línea dura en las emisiones de bonos que se rigen por la ley estadounidense. En un contexto de desaceleración del crecimiento de los mercados emergentes y de deudas externas crecientes, las nuevas interpretaciones jurídicas obstaculizando las futuras reestructuraciones y reprogramaciones de deuda no auguran nada bueno para la estabilidad financiera global. El golpe que estos acreedores asestaron al país refleja la ineficiencia del sistema global de reestructuraciones.

Por su parte, Wolf (2014) pregona la necesidad de defender a Argentina de los “fondos buitres”. El principio de reestructuración de deuda soberana es convincente en la teoría pero más complejo en la práctica. Los Estados, así como las empresas, pueden acudir a la bancarrota cuando su desempeño económico se malogra. Aun suponiendo que el país pudiera haber cometido errores de política, lo cierto es que en ocasión del default, los costos del servicio de la deuda se volvieron demasiado elevados haciendo necesaria una reestructuración. El 93% de tenedores de la deuda defaulteada aceptó los canjes de deuda con un valor nominal sumamente reducido mientras que una minoría de acreedores “buitres”, que rechazó la oferta, consiguió bloquear la feliz resolución de la misma.

## **Interpretación de la cláusula Pari Passu (PP)**

La cláusula es una expresión latina que significa “de igual modo”. Estas cláusulas están generalmente incorporadas en contratos empresarios así como en contratos de deuda soberana internacionales. A diferencia de lo que sucede en el primer caso, el significado de la expresión no está claramente estipulado en el segundo.

Hasta fines de los 90 predominaba la interpretación estrecha del “ranking”, de acuerdo a la cual la expresión sólo protegía el estatus legal de los acreedores soberanos. A partir de fines de estos años surgió una interpretación más amplia de la cláusula, requiriendo un pago a prorrata a favor de los

---

9 En “A Tear for Argentina”, 2014, disponible en: <https://www.project-syndicate.org/commentary/kenneth-rogo-off-warns-that-a-broken-sovereign-debt-system-augurs-poorly-for-global-financial-stability>, consultado el 31 de enero de 2015.

acreedores en contra de los deudores soberanos. Esta interpretación ganó impulso en ocasión del litigio iniciado por Elliott Associates en contra de Perú. Aunque una Corte de menor instancia denegó la solicitud del grupo inversor, la Corte de Apelaciones de Bruselas —a pedido de parte— aceptó el argumento según el cual no sólo impidió proteger la posición legal de Perú sino que además lo inhibió de pagar a otros acreedores sin efectuar el pago a prorrata a Elliot (FMI, 2014:38 - 39).

Esta decisión abrió la discusión para un adecuado alcance de la cláusula PP y generó otros tantos litigios que, imitando al descripto, buscaron apuntalarse en la interpretación del pago a prorrata. Las Cortes de Nueva York recientemente adoptaron esta interpretación en su disputa legal contra Argentina cobrando una gran injerencia en el debate sobre dicha cláusula. Por un lado, las Cortes interpretaron la cláusula PP en el sentido más amplio y, por otro lado, se hace referencia a la conducta de Argentina violando la cláusula por su obstrucción en el pago. En un futuro, si la interpretación se mantiene en sentido amplio, la reestructuración de las deudas soberanas se tornará complicada. Además, se ha observado que cualquier evaluación de la conducta que descansa en el ejercicio de una discrecionalidad importante erosiona la previsibilidad del cumplimiento de los contratos, pudiendo desencadenar efectos sistémicos (FMI, 2014: 10-14).

Se prevé que el alcance de la repercusión de la decisión de las Cortes de Nueva York estará determinado por el desarrollo de litigios futuros. Las acciones judiciales iniciadas por el Ex-Im Bank de Taiwan en Nueva York contra Granada se hallan aún en una etapa temprana. Al momento, dicha Corte ha declinado favorecer una moción a favor de dicho Banco indicando que aun cuando se aplicara igual criterio de la cláusula PP al de los bonos defaulteados de Argentina, la responsabilidad sólo podría establecerse sobre la base de una evaluación de su conducta. Puesto que este caso no ha ido a juicio, resulta aún incierto el criterio de aplicación de esta norma.

Ello abre un signo de incertidumbre sobre la pertinente aplicación de la norma. Algunos emisores de deuda soberana, Ecuador y Grecia, han modificado la cláusula PP en las nuevas emisiones de modo que excluyen la versión del pago a prorrata. Otros, Honduras y Belice, no han modificado el texto pero han establecido que la cláusula no implica dicho tipo de pago. Algunos países —Colombia, México y Paraguay— han señalado que las sentencias de las Cortes de Nueva York pueden constituir un factor de riesgo, reduciendo o entorpeciendo la capacidad de los emisores soberanos de reestructurar sus deudas soberanas. Otros emisores puntualizaron su voluntad de incluir

cláusulas PP de modo tal que rehúsan aplicar la interpretación del pago a prorrata.

Por su parte, la legislación inglesa exhibe una posición diferente a la de las Cortes de Nueva York. En el año 2005, el Comité de Legislación para los Mercados Financieros (FMLC por sus siglas en inglés) del Banco de Inglaterra explicitó el rol, el uso y el significado de la cláusula PP en las obligaciones de deuda soberana como un asunto de la legislación inglesa. En el marco de la inexistencia de procedimientos formales de insolvencia, el alcance de la cláusula PP se limita a una obligación del gobierno deudor a no subordinar una clase de acreedores de manera involuntaria por la vía de una legislación o de otra manera excepto cuando la cláusula esté claramente redactada para lograr este efecto<sup>10</sup>.

Recientemente, este comité actualizó la posición expresando que sus conclusiones anteriores continúan vigentes al tiempo que aseveró que no se ven influidas por la decisión de las Cortes de Nueva York ni por los argumentos o análisis registrados en tal decisión. En particular, el FMLC manifestó su decisión de aplicar un criterio diferente al del caso argentino y, en particular, probablemente considerarían el recurso de cumplimiento específico como no apto<sup>11</sup>.

A su vez, el ICMA explicita que la cláusula PP implica que el emisor de la deuda soberana no tendrá obligación de efectuar el pago del mismo modo o a prorrata respecto a cualquier otro endeudamiento externo y, en particular, no tendrá obligación de pagar cualquier otro endeudamiento externo al mismo tiempo o como condición de pagar sumas vencidas sobre sus títulos de deuda y viceversa<sup>12</sup>. El FMI (2014: 15) también propicia el uso de las cláusulas PP modificadas que explícitamente excluyen la obligación de pagar en base al pago a prorrata.

---

10 En "Issue 79. Pari Passu Clauses. Analysis of the Role, Use and Meaning of Pari Passu Clauses in Sovereign Debt Obligations as a Matter of English Law", 2005, disponible en: <http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/79.pdf>, consultado el 27 de diciembre de 2014.

11 En "Role, Use and Meaning of Pari Passu Clauses in Sovereign Debt Obligations as a Matter of English Law", 2014, disponible en: [http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/fmlc\\_memo-randum\\_on\\_pari\\_passu\\_clauses.pdf](http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/fmlc_memo-randum_on_pari_passu_clauses.pdf), consultado el 27 de diciembre de 2014.

12 En "Standard Pari Passu Provision for the Terms and Conditions of Sovereign Notes", 2014, disponible en: <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/ICMA-Standard-Pari-Passu-Provision-August-2014.pdf>, 13 de enero de 2015.

En total, el significado de la cláusula PP en los contratos de deuda soberana, así como la reglamentación adecuada para su incumplimiento, han sido objeto de comentarios diversos. Algunos sostienen que, aunque aún infrecuente, los litigios han crecido en los últimos años. Sobre la base de datos de acciones judiciales contra gobiernos en default en Estados Unidos y en Gran Bretaña en el periodo 1976-2010, puede afirmarse que los litigios contra estos gobiernos se han incrementado. También se ha encontrado que los recientes defaults soberanos fueron sucedidos por litigios. Los acreedores se muestran más propensos a demandar cuando los gobiernos en default aplican quitas y cuando los países son más vulnerables a litigios, es decir, el aumento de los litigios puede ser atribuido a variables económicas y legales<sup>13</sup>. Otros argumentan que la teoría del pago a prorrata de la cláusula PP es una falacia. La cláusula migró desde sus orígenes del siglo XIX en los instrumentos domésticos con garantía hacia otros internacionales sin garantía de los últimos treinta años, siendo su uso actual incorrecto y ejerciendo consecuencias aciagas sobre acreedores y deudores. En su historia, la cláusula nunca requirió que un deudor efective pagos a prorrata a todos los otros acreedores de igual rango ni tampoco proveyó fundamento jurídico para que un acreedor no garantizado imponga o intercepte los pagos no sujetos a prorrateo a otro acreedor. A la luz de su historia, la teoría de pago a prorrata de la cláusula es falsa. En todo caso, la teoría resalta los peligros de permitir que las disposiciones contractuales se separen de la memoria colectiva del mercado de donde se originaron y del propósito para el cual fueron diseñadas (Bucheit y Pam, 2004, 917-918).

El fallo adverso a Argentina en las instancias judiciales en las Cortes de Nueva York otorga a los acreedores el derecho a recaudar la suma total de los contratos originales. Este resultado contundente obliga al país a optar entre tal pago total de sus deudas a los acreedores litigantes y el default ante las Cortes de Estados Unidos. Por un lado, la posición de los acreedores “buitres” parece haberse fortalecido recientemente. Por el otro, la feroz crítica que dicho fallo generó en el seno de la comunidad internacional constituye una oportunidad para reformular los procesos de reestructuración de deudas soberanas.

13 En “Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010”, 2013, disponible en: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2189997](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997), consultado el 20 de enero de 2015.

## Conclusiones

En las últimas décadas, los países en desarrollo han experimentado frecuentes crisis de deudas soberanas. La evolución de los mercados de capital agregó complejidad a las esencialmente difíciles resoluciones de tales crisis de deuda. El enfoque contractual se ha mostrado incapaz de neutralizar la conducta de los “fondos buitres”. Las cláusulas diseñadas en las recientes iniciativas de ampliar las CACs no se han generalizado aún. El enfoque estatutario es superior, pero los países se resisten a los cambios que su implementación requiere.

La victoria en la contienda judicial de los “fondos buitres” contra Argentina representa un desafío importante tanto para el país como para los mercados globales. La interpretación de la cláusula PP del juez Griesa genera serias inequidades en tanto premia a una minoría que rechazó la conversión de deuda ofrecida por el país en perjuicio del 93% de tenedores de bonos que optó por aceptarla. Puesto que ello no es un simple juego de suma cero en el funcionamiento de los mercados financieros internacionales, la comunidad internacional debería reformular sus lineamientos de política. Aunque ha habido una globalización financiera, aún no se ha producido una correlativa globalización en la resolución adecuada de crisis de deudas soberanas. En suma, el proceso de reestructuración de deudas soberanas debería trascender la mera interpretación de la cláusula Pari Passu. Esta concepción debería ser una pieza central en la temática en cuestión, la que es particularmente significativa para los países en desarrollo en el curso de la actual era de la globalización.



## Bibliografía

Amicus Curiae de los Estados Unidos (2012), "Brief for the United States of America as Amicus Curiae in Support of the Republic of Argentina's Petition for Panel Rehearing and Rehearing en Banc" <http://www.mecon.gov.ar/DESENDEUDAR/en/doc/supports-ac-USA-122812.pdf>, consultado el 10 de diciembre de 2014.

Amicus Curiae de México (2014), "Brief for the United Mexican States as Amicus Curiae in support of the Republic of Argentina's petition for writs of certiorari".

<http://www.mecon.gov.ar/DESENDEUDAR/en/doc/supports-ac-mexico.pdf>, consultado el 10 de diciembre de 2014.

Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) (2014), "Standard Pari Passu Provision for the Terms and Conditions of Sovereign Notes", ICMA, <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/ICMA-Standard-Pari-Passu-Provision-August-2014.pdf>, 13 de enero de 2015.

Buchheit Lee.C y Jeremiah S. Pam (2004), "The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments", *Emory Law Journal*, Atlanta, GA, v. 53, Special Edition, pp. 870-921.

Comité de Legislación para los Mercados Financieros (FMLC) (2005), "Issue 79. Pari Passu Clauses. Analysis of the Role, Use and Meaning of Pari Passu Clauses in Sovereign Debt Obligations as a Matter of English Law", <http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/79.pdf>, consultado el 27 de diciembre de 2014.

Comité de Legislación para los Mercados Financieros (FMLC) (2014), "Role, Use and Meaning of Pari Passu Clauses in Sovereign Debt Obligations as a Matter of English Law", [http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/fmlc\\_memorandum\\_on\\_pari\\_passu\\_clauses.pdf](http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/fmlc_memorandum_on_pari_passu_clauses.pdf), consultado el 27 de diciembre de 2014.

Eichengreen Barry (2003), "Restructuring Sovereign Debt", *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, PA, v.17, n°4, pp. 75-98.

Fondo Monetario Internacional (FMI) (2014), "Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring", Washington, DC, FMI, pp. 1-47.

Fondo Monetario Internacional (FMI) (2013), "Sovereign Debt Restructuring-Recent Developments and Implications for the Funds Legal and Policy Framework", Washington, DC, FMI, pp. 1-49.

Guzmán Martín (2014), "In the quest of a Framework for Sovereign Debt Restructuring", Initiative for Policy Dialogue, [http://policydialogue.org/files/events/Background\\_Paper\\_Martin\\_Guzman.pdf](http://policydialogue.org/files/events/Background_Paper_Martin_Guzman.pdf), 28 de noviembre de 2014.

Krueger Anne (2002), "A new Approach to Sovereign Debt Restructuring", Washington, DC, FMI, pp. 1-41.

Li Yuefen (2015). "Ad Hoc Committee on a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes", [http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/02/Pres\\_150204\\_adhoc-1WS-on-debt\\_EN.pdf](http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/02/Pres_150204_adhoc-1WS-on-debt_EN.pdf), consultado el 10 de febrero de 2015.



Marx Daniel, José Echagüe and Guido Sandleris (2006), "Sovereign Debt and the Debt Crisis in Emerging Countries: The Experience of the 1990s", en Chris Jochnick y Fraser A. Preston (Eds), *Sovereign Debt at the Crossroads: Challenges and proposals for resolving the Third World Debt Crisis*, New York, Oxford University Press, pp. 55-79.

Ministerio de Economía (2015), "Historia de la Deuda Argentina", <http://www.mecon.gov.ar/DESENDEUDAR/es/doc/hitos05-09-2014.pptx>, consultado el 15 de diciembre de 2014.

Roodman David (2006), "Creditor initiatives in the 1980s and 1990s", en Chris Jochnick y Fraser A. Preston (Eds), *Sovereign Debt at the Crossroads: Challenges and proposals for resolving the Third World Debt Crisis*, New York, Oxford University Press, pp. 13-34

Rogoff Kenneth (2014), "A Tear for Argentina", Project-Syndicate, <https://www.project-syndicate.org/commentary/kenneth-rogo-off-warns-that-a-broken-sovereign-debt-system-augurs-poorly-for-global-financial-stability>, consultado el 31 de enero de 2015.

Roubini Nouriel (2014), En "Los gauchos extorsionados", 2014, Project Syndicate, <http://www.project-syndicate.org/commentary/nouriel-roubini-criticizes-recent-us-court-rulings-that-impede-orderly-restructuring-of-sovereign-debt/spanish>, consultado el 2 de abril de 2015.

Schumacher Julian, Trebesch Christoph and Henrik Enderlein (2013), "Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010". [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2189997](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997), consultado el 20 de enero de 2015.

Stiglitz Joseph E. (2014), "Debt Restructuring: Gaps in Legal and Institutional Structures", Initiative for Policy Dialogue, <https://www.google.com.ar/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=3>, consultado el 20 de diciembre de 2014.

Wolf Martin (2014), "Defend Argentina from the vultures", *Financial Times*, 24/06/2014, Londres, Gran Bretaña.